

学校编码: 10384

分类号\_\_密级\_\_

学号: 17620071151766

UDC \_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

交叉上市能否提高超额现金持有价值?  
——基于投资者保护的思考

Can Crosslisting Increase the Value of Excess Cash?

A Perspective on Investor Protection

王 为

指导教师姓名: 吴世农 教 授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2010 年 月

论文答辩时间: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

公司现金持有问题一直是学术界和业界都争论不断的热点问题。作为财务学界尚未解决的十大难题之一（Brealey和Myers，1996），现金持有水平不仅反映了公司的财务和经营战略，同时也与内部公司治理与外部制度环境密不可分。究竟我国上市公司持有现金是“价值创造”还是“价值损失”呢？这是投资者和上市公司都非常关心的问题。同时，作为公司治理外部机制的交叉上市行为，被国外学者认为是能够有效抑制管理层现金啄食的工具；那么我国上市公司交叉上市行为对现金持有价值产生怎样的经济后果呢？

本文以 2004-2008 年 A 股所有非金融类上市公司为总样本，一共 5801 个观测点。首先借鉴 Dittmar 等人（2007）的现金持有价值模型，研究我国 A 股上市公司的现金持有水平对公司价值究竟产生正效应还是负效应。然后通过比较我国交叉上市公司与 A 股其他公司所持有的超额现金对公司价值的贡献，进一步探讨交叉上市行为如何影响公司的超额现金持有价值。

本文一共由六个部分组成：第一部分为研究概述。介绍了研究背景、研究选题和意义，以及研究思路和框架。第二部分为交叉上市相关理论概述。概述了国内外对于交叉上市行为与投资者保护相关的理论和研究成果。第三部分为企业现金持有价值理论文献综述。回顾了现金持有方面的研究成果，企业现金持有的相关理论，以及超额现金持有价值的相关文献。第四部分为研究设计。详细地介绍了文章的理论与假设、数据来源、变量定义及度量、研究模型。第五部分为实证结果及其分析。内容上分为描述性统计分析和回归结果及分析。第六部分为研究结论及讨论。

本文研究发现：（1）我国上市公司所持有的超额现金受到市场的严重折价。样本的上市公司每多持有 1 元的超额现金，公司市值减少 0.009 元。（2）国有企业比民营企业的超额现金折价程度更大；股权集中度越高，折价程度越大；我们由此概括我国上市公司投资者保护水平越低，超额现金折价程度越高。（3）交叉上市增加了我国上市公司的超额现金持有价值。投资者认为交叉上市行为可以抑制内部控制人的现金啄食，这降低了现金折价程度——为 1 元超额现金额外贡献 0.072 元价值。（4）交叉上市公司的“现金溢价”不仅来自与海外市场更

严格的上市条件和管制带来的公司治理水平的提高，也一定程度上得益于公司信息环境的改善。总之，我们的研究显示：因为现金的市值反映了市场上投资者对公司现金使用情况的预期，交叉上市行为能够抑制内部控制人或管理层对公司持有现金的不当使用和利益啄食，提高了投资者保护水平，进而提高了超额现金价值。

由此，作者建议：企业要不断提高公司治理水平，加强现金管理，降低现金的不当使用和啄食，这样才能提高现金持有价值，进而提高企业价值。

**关键词：**超额现金持有量；交叉上市；投资者保护；超额现金持有价值



## Abstract

Cash holding has always been a hot and controversial topic in academic circles and industry. As one of the ten unsolved problems in financial studies (Brealey and Myers, 1996), Cash holding decision not only reflects the financial and operational strategy of a company, but also is closely related to its internal governance and external environment. Both investors and managers pay much attention to the question whether the excess cash is value creating or value destroying. As an important mechanism of investor protection, scholars abroad consider crosslisting to be effective in preventing insiders from stealing cash from the company; and we examine whether and how crosslisting can mitigate the risk that insiders expropriate cash thus increase the value of excess cash.

Based on the sample of all the non-financial companies listed in Shanghai and Shenzhen Stock Market from 2004 to 2008, altogether 5801 observations, we use Dittmar's(2007) simulation model to measure the normal cash, and study how cash holdings affect the market value of a company. The residual of this normal cash regression is defined as excess cash(Xcash). Then, we measure investors' valuation of firms' excess cash holdings in order to investigate that, comparing to those non-crosslisting companies, how and how much the crosslisting behavior will affect the valuation of the companies' cash holdings.

This paper includes six parts. Part 1 introduces research background, contents and significance, the framework of this paper. Part 2 introduces the summary of the theories in and abroad on crosslisting and investor protection. Part 3 introduces literature reviews on valuation of firms' cash holdings, including the determinants of cash holdings and theories on cash holding decision. Part 4 is about the research design, which describes details of the data sources, sample selection, the definition and calculation of research variables, theoretical analysis and research hypotheses. The content of part 5 is description and analysis of the empirical results. Part 6 is the conclusion of the study and enlightenment of this paper, and we also put forward the limitations of this study, make recommendations on the possible improvement in

follow-up studies.

Based on our empirical study, this paper finds that:

Firstly, for Chinese listed companies, the market valuation of excess cash is discounted seriously. Our results reveal that for each yuan of excess cash, the company will suffer a 0.009-yuan value loss. Secondly, The lower the level of investor protection, the greater the excess cash is discounted. Generally, State-owned companies and companies with higher degree of concentration of ownership suffer greater value loss.

However, firms can take effective actions to cut back a substantial source of value loss by crosslisting. It is found that crosslisting can contribute an extra value of 0.072 yuan, thus makes a “crosslisting premium” for the crosslisted companies. Our analyses underline that by crosslisting, companies can effectively deliver a signal of its higher level of corporate governance.

Finally, the “crosslisting premium” stems not only from improvement on corporate governance owing to stricter legal constraint and higher disclosure requirement but also from greater external monitoring pressure.

Overall, since investors’ valuation of excess cash mirrors how they expect the cash to be used, our analysis shows that in Chinese market, crosslisting can constraint insiders’ inefficient allocation of corporate cash reserves significantly, thus increase the value of excess cash.

**Key Words:** Excess Cash; Crosslisting; Investor Protection; Value of Excess Cash

## 目 录

第一部分 研究概述 .....	1
一、研究背景 .....	1
二、研究选题及意义 .....	2
三、研究思路和框架 .....	4
第二部分 交叉上市相关理论概述 .....	7
一、捆绑理论 .....	7
二、投资者保护与企业价值 .....	8
三、信息环境与企业价值 .....	9
四、中国样本的特殊性与国内研究 .....	10
第三部分 企业现金持有价值文献综述 .....	14
一、现金持有相关理论综述 .....	14
二、现金持有价值文献综述 .....	17
三、基于我国市场的研究 .....	18
第四部分 研究设计 .....	21
一、理论分析与研究假设 .....	21
二、样本选择与数据来源 .....	25
三、超额现金持有量的定义与计算 .....	26
四、回归模型的建立——超额现金持有一价值的度量 .....	29
第五部分 实证结果与分析 .....	32
一、描述性统计与分析 .....	32
二、回归结果分析 .....	33
三、稳健性检验 .....	40
第六部分 研究结论与讨论 .....	44
一、研究结论 .....	44
二、讨论与思考 .....	45
参考文献.....	47
附 录.....	51
致 谢.....	55

厦门大学博硕士论文摘要库

## Table of Contents

<b>PART 1 INTRODUCTION .....</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background .....	1
Section 2 Research Topics and Significance .....	2
Section 3 Research Method and Framework .....	4
<b>PART 2 THEORIES OF CROSSLISTING.....</b>	<b>7</b>
Section 1 Bonding Theory .....	7
Section 2 Investor Protection and Firm Value.....	8
Section 3 Information Environment and Firm Value.....	9
Section 4 Chinese Samples and Empirical Studies.....	10
<b>PART 3 LITERATURES REVIEW .....</b>	<b>14</b>
Section 1 Cash Holding Theories and Literatures .....	14
Section 2 Research Literatures of the Value of Excess Cash.....	17
Section 3 Related Research Literatures in China .....	18
<b>PART 4 RESEARCH HYPOTHESIS AND DESIGN.....</b>	<b>21</b>
Section 1 Theories Analysis and Hypothesis.....	21
Section 2 Data Selection and Resources.....	25
Section 3 Definition and Calculation of Excess Cash .....	26
Section 4 Research Models .....	29
<b>PART 5 EMPIRICAL RESULTS AND ANALYSIS.....</b>	<b>32</b>
Section 1 Descriptive Statistics Results and Analysis.....	32
Section 2 Regression Results and Analysis .....	33
Section 3 Robustness Tests .....	40
<b>PART 6 CONCLUSIONS AND DISCUSSIONS .....</b>	<b>44</b>
Section 1 Conclusions .....	44
Section 2 Discussions and Thinking .....	45
<b>REFERENCES.....</b>	<b>47</b>
<b>APPENDICES .....</b>	<b>51</b>
<b>ACKNOWLEDGEMENTS .....</b>	<b>55</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一部分 研究概述

### 一、研究背景

自从 Jensen 等人（Jensen 和 Meckling, 1976）讨论公司代理问题以来，公司治理结构就成为长盛不衰的世界性课题，而投资者权益保护是公司治理的核心问题之一。尤其是近些年来随着许多大公司如安然、世通等财务丑闻的出现，投资者保护迅速成为一个世界性话题，重要性日趋突出。反观国内证券市场，投资者保护问题更加严重。我国证券市场是在计划经济体制下产生和发展起来的，目前还处于新兴市场向成熟市场的转轨阶段，体现出明显的两重性，即在世界上都堪称先进的交易系统背后，是沉重的制度性缺陷，尤其是如股权分置、法律缺陷等历史遗留问题突出，诚信体系、股权文化尚未建立，导致投资者受到严重侵害的事件屡屡发生，矛盾变得更加尖锐。

在 2009 年 11 月中美投资者保护基金签署合作备忘录过程中，中国证监会副主席姚刚表示，要进一步强化投资者教育和服务工作，改进投资者保护制度，逐步完善投资者权益保护的途径和方式，建立健全适应我国资本市场发展要求的投资者保护长效机制，促进资本市场稳定健康发展<sup>①</sup>。投资者保护和公司治理机制的完善问题成为我国非常重视的问题。虽然，关于这一问题，国内学者近些年已经有了一些研究成果，但是本文希望从交叉上市这一公司治理外部机制的角度，来重点探讨一下我国上市公司的投资者保护问题。

随着全球经济一体化的发展和各国金融管制的逐渐放松，经济全球化的发展趋势已经成为全世界各国企业的共识，国际资本流动日趋自由化。近年来，企业在自身发展和获得充足资金的需求下大量地进入了国际资本市场，各国上市公司寻求到海外上市（交叉上市）的现象与日俱增；同时，为了保住有利地位和自身利益，全球各主要证券交易所也极力吸引外国优质的潜在上市公司资源，使得交叉上市（Crosslisting）成为国际金融市场的一大亮点。据统计，截至 2007 年 6 月，在伦敦证券交易所上市的外国公司达 670 家，在纽约证券交易所上市的为

---

<sup>①</sup>资料来源：《姚刚：建立健全投资者保护长效机制》，新华网，2009 年 11 月。

434 家，在纳斯达克上市的有 313 家<sup>①</sup>。

在持续的海外上市热潮中，一大批中国优质企业也在海外上市。青岛啤酒在香港联交所上市一个月后，于 1993 年 8 月 27 日便返回上海证交所挂牌上市，成为国内首家跨境交叉上市企业。此后，陆续有 H 股、N 股的企业不断回到上海和深圳证券交易所上市。尤其近年来，随着内地经济的快速发展，经济实力和居民财富的快速增加，国内股市对扩容的承受能力不断增强，同时，在管理层的大力推动下，H 股回归内地的现象越来越多。截至到 2008 年底，已有 48 家 H 股企业回归 A 股市场融资上市。尤其是近几年来，随着中国石油、建设银行、中国平安等一些超级大盘股的回归更是掀起了 H 股回归 A 股的热潮。

在交叉上市现象不断涌现的同时，对这一国际资本市场新亮点——交叉上市的相关研究开始成为金融研究的热点问题。而与其他国家企业先在本土资本市场上市，然后再到英美等国上市这种方式不同的是，我国的企业大部分都选择先在更为发达、成熟的 H 股或者 N 股上市，随后才回到国内 A 股市场上市。

无论从公司治理机制还是融资方式来看，回归 A 股的海外上市公司都成为 A 股市场上非常特殊的样本。鉴于此，研究交叉上市的样本对我国上市公司的治理乃至国内资本市场的发展都有重要的意义。本文将对 A 股中的交叉上市公司和非交叉上市公司进行比较，来研究投资者保护与现金持有价值之间的关系。

## 二、研究选题及意义

### 1. 研究选题

Brealey 和 Myers (1996) 认为，如何决定现金持有水平是财务学界尚未解决的十大难题之一。现金持有水平不仅反映了公司的财务战略和经营战略，同时也与公司内部治理结果与外部制度环境密不可分。那么究竟我国上市公司持有的超额现金是“价值创造”还是“价值损失”呢？这是投资者和上市公司都非常关心的问题。

早在 1936 年 Keynes (Keynes, 1936) 就提出公司现金持有的预防性动机

<sup>①</sup>资料来源：环球交易所外国企业上市概况，《交易所》，2007 年 10 月。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库